

2023. 5. 16



## Company Analysis | 건설/건자재

Analyst 김세련  
02 3779 8634 \_  
sally.kim@ebestsec.co.kr

## Buy (유지)

목표주가 (하향)	55,000 원
현재주가	36,250 원
상승여력	51.7 %

## 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

## Stock Data

KOSPI(5/15)	2,479.35 pt
시가총액	11,199 억원
발행주식수	30,893 천주
52 주 최고가 / 최저가	49,950 / 26,500 원
90 일 일평균거래대금	199.06 억원
외국인 지분율	4.4%
배당수익률(23.12E)	0.0%
BPS(23.12E)	47,185 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -7.0%
	6개월 4.7%
	12개월 -21.1%
주주구성	아이에스주주 (외 8인) 54.8%
	국민연금공단 (외 1인) 6.4%
	자사주 (외 1인) 2.3%

## Stock Price



## 아이에스동서 (010780)

## 신사업 투자의 열매

## 건설, 환경, 폐배터리 모두 좋았다

아이에스동서의 1Q23 매출액은 5,425억원으로 전년동기대비 8.0% 감소, 당사추정치에 비교적 부합했다. 영업이익은 887억원으로 전년동기대비 20.6% 감소, 당사 추정치에 부합했다. 건설부문의 경우 진행현장 매출 반영에 따라 안정적인 매출 성장 및 자체 주택 이익 기여에 따라 Peers와 차별화되는 고마진세가 지속되는 모습이다. 금번 실적은 특히 아이에스동서가 볼트온 전략을 통해 공격적인 M&A를 단행해왔던 환경부문(인선이엔티, 환경에너지솔루션)과 폐배터리 재활용 사업부의 실적 호조가 확인되었다는 점에 주목한다. 인선이엔티는 4분기 일회성 요소가 제거되어 금번 1분기부터는 경량적인 영업이익률 수준으로 회귀한 것으로 보인다. 폐배터리 재활용 부분의 경우 1분기 영업이익률 35%를 기록하며 고마진세를 재확인시켰다. 이러한 신사업 부문 (환경, 2차전지)의 영업이익 기여도는 올해 26%, 2024년 40%, 2025년 50% 수준으로 증가할 것으로 추정하고 있다.

## 건설 디스카운트 돌파, 환경 디벨로퍼로의 완전한 탈바꿈

아이에스동서는 건설 개발 매출 감소에 따른 이익 변동을 방어하기 위해 그 동안 다양한 투자를 지속해왔으며, TMC 인수를 필두로 폐기물 사업에 이어 또다른 캐쉬카우를 확보하면서 다시금 신사업 투자에 대한 저력과 건설사업의 장기 성장성에 투자자들의 고민을 타파시켰다고 판단된다. 목표주가는 Sum-of-the-parts 방식에 의해 각 사업부의 영업가치를 온전히 반영하여 산정하고 있으나, 최근 2차전지 EV/EBITDA 감소분을 적용하여 목표주가는 기존 65,000원에서 55,000원으로 하향 조정한다. 업종 디스카운트가 올해 완전히 비껴가고, 신사업 부문의 수익성이 증명되면서 우량한 펀더멘탈이 재확인되고 있다는 점은 긍정적이다. 당사는 2021년 당시 건설사가 높은 현금 보유하고, 국내 주택시장이 성장에 한계가 있는 내수 사업임을 고려할 때 결국 몇 년의 투자 행보가 향후 5년뒤 건설사의 DNA를 바꿀 것으로 예상했다. 아이에스동서가 그러한 변화의 교과서라고 할 수 있겠다.

## Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,608	2,278	2,063	2,024	1,873
영업이익	311	345	300	258	222
세전계속사업손익	168	286	362	273	254
순이익	111	205	279	208	193
EPS (원)	3,398	6,334	8,576	6,385	5,926
증감률 (%)	-15.5	86.4	35.4	-25.5	-7.2
PER (x)	13.0	4.5	4.2	5.7	6.1
PBR (x)	1.1	0.6	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	5.0	3.6	5.6	5.9	7.0
영업이익률 (%)	19.3	15.1	14.6	12.8	11.8
EBITDA 마진 (%)	22.3	17.4	17.0	15.5	14.8
ROE (%)	9.2	15.5	19.5	13.4	11.2
부채비율 (%)	140.9	132.7	124.3	108.4	95.4

주: IFRS 연결 기준

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 아이에스동서 목표주가 재산정

(단위: 십억원)	항목	비고
영업가치 (A=B+C+D)	1,982	
건설부문 영업가치(B)	944	
아이에스동서 건설 EBITDA	236	건설부문 2023년 예상 EBITDA
EV/EBITDA (X)	4.0	건설 평균 EV/EBITDA 멀티플
폐배터리 리사이클링 영업가치 (C)	665	
아이에스티엠씨 EBITDA	49	폐배터리 리사이클링 2023년 예상 EBITDA
EV/EBITDA (X)	13.6	폐배터리 리사이클링 평균 EV/EBITDA에서 20% 할인
환경부문 영업가치 (D)	372	
인선이엔티 EBITDA	53	인선이엔티 23~24년 예상평균 EBITDA
EV/EBITDA (X)	7.0	폐기물업체 평균 EV/EBITDA 적용
시장성있는지분증권 (E)	47.5	코엔텍 보유 지분율에서 30% 할인
순차입금 (F)	337	2023년 예상/조정 순차입금 (PF대출금 제외)
Net Asset Value (A+E-F)	1,693	
# of shares (천 주)	30,510	자사주 제거
주당NAV (원)	55,482	
목표주가 (원)	55,000	
증가 (원, 5/15)	36,250	
Upside (%)	51.7	
기존목표주가 (원)	65,000	
변동률 (%)	-15.4	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 2021년 아이에스동서 TMC 초기 투자금 (PEF의 LP로 참여)

(단위: 십억원)	항목
기존 PEF투자금 (당시 TMC 기업가치)	38.5
아이에스동서 (60%)	23.1
아스테란PE (40%)	15.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 2023년 아이에스동서 TMC (이하 아이에스티엠씨) 실질 투자금

(단위: 십억원)	항목	비고
총 투자금 (A)	227.5	100%지분에 대한 기업가치 (기존 6X 증가)
PEF청산이익 (B)	113.4	(기업가치 상승분)*(지분율 60%), 1분기 영업외수익 반영 예정
초기투자금 (C)	23.1	펀드청산으로 투자금 회수
실질투자금 (A-B-C)	91.0	실제 투자비용

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 폐배터리 리사이클링 및 이차전지 업체 EV/EBITDA 멀티플 비교

기업명	성일하이텍	새빛켄	금양	미래나노텍	포스코케미칼	에코프로비엠	POSCO홀딩스	고려아연	LG에너지솔루션	LG화학	삼성SDI
EV/EBITDA (X)	16.1	42.5	79.0	27.5	57.3	21.8	4.1	9.3	34.7	9.0	13.4

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 2022년 이익 기준 Trailing값임

표5 아이에스동서 1Q23 Review

(단위: 십억원)	1Q23	1Q22	YoY (%,%p)	4Q22	QoQ (%,%p)	당사 추정치	Gap (%,%p)
매출액	542.6	589.9	-8.0	522.8	3.8	570.3	-4.9
영업이익	88.7	111.7	-20.6	60.2	47.3	86.8	2.2
영업이익률 (%)	16.4	18.9	-2.6	11.5	4.8	15.2	1.1
순이익	138.4	82.2	68.4	10.9	1,173.2	148.8	-6.9
순이익률 (%)	25.5	13.9	11.6	2.1	23.4	26.1	-0.6

주: IFRS 연결 기준

자료: 아이에스동서, FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 아이에스동서 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2022	2023E	2024E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출액	2,277	2,063	2,024	590	575	591	521	543	531	498	491
건설	1,652	1,272	1,160	454	414	438	346	352	331	305	284
콘크리트	213	226	204	44	54	56	59	48	62	55	61
해운	15	0	0	3	5	3	4	0	0	0	0
환경	423	471	526	97	109	97	120	110	121	117	122
아이에스TMC		109	133					26	24	27	32
Sales Growth (YoY %)	41.5	-9.4	-1.9	90.2	71.6	86.0	-19.4	-8.0	-7.7	-15.7	-5.7
건설	47.5	-23.0	-8.8	123.4	103.4	126.1	-33.5	-22.4	-20.1	-30.3	-18.0
콘크리트	-1.8	5.9	-9.6	-14.5	-16.7	13.2	15.1	7.4	15.3	-1.2	2.8
해운	-43.9			5.0	-19.9	-61.9	-58.9				
환경	71.8	11.3	11.8	80.6	72.1	48.5	87.9	13.6	11.2	20.0	2.5
아이에스TMC			21.9								
Sales Growth (QoQ %)				-8.7	-2.5	2.7	-11.7	4.1	-2.1	-6.2	-1.3
건설				-12.6	-8.9	5.9	-21.1	1.9	-6.1	-7.7	-7.1
콘크리트				-14.0	20.7	4.1	6.5	-19.7	29.5	-10.7	10.7
해운				-66.3	58.4	-33.4	15.6				
환경				52.5	12.4	-10.7	22.8	-7.8	10.0	-3.6	4.9
아이에스TMC									-8.7	13.6	15.7
판관비	192	152	161	50	59	41	42	36	40	39	38
판관비율 (%)	8.4	7.4	7.9	8.5	10.3	6.9	8.0	6.6	7.5	7.8	7.7
영업이익	345	300	258	112	82	91	60	89	83	63	66
건설	304	212	152	103	70	79	51	66	61	41	43
콘크리트	1	13	11	-2	-5	3	4	4	4	3	2
해운	4	0	0	1	2	0	1	0	0	0	0
환경	41	44	55	10	14	10	8	10	11	11	12
아이에스TMC		35	43					9	7	8	10
영업이익률 (%)	15.2	14.6	12.8	18.9	14.3	15.4	11.5	16.4	15.6	12.6	13.5
건설	18.4	16.7	13.1	22.7	17.0	18.0	14.8	18.8	18.4	13.5	15.3
콘크리트	0.3	5.6	5.3	-3.6	-9.0	5.0	7.1	7.3	6.3	5.7	3.5
환경	9.6	9.3	10.5	10.4	12.6	9.8	6.3	9.2	9.4	9.2	9.5
아이에스TMC		32.0	32.3					35.0	30.0	31.0	31.9
순이익	205	279	208	82	55	57	11	138	56	40	44
순이익률 (%)	9.0	13.5	10.3	13.9	9.6	9.6	2.1	25.5	10.5	8.1	9.0

주: IFRS 연결 기준

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

## 아이에스동서 (010780)

### 재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	2,125	2,208	1,828	2,171	2,171
현금 및 현금성자산	331	412	132	247	168
매출채권 및 기타채권	211	301	226	266	246
재고자산	1,474	1,183	1,029	1,220	1,334
기타유동자산	109	311	441	438	422
<b>비유동자산</b>	1,385	1,530	1,931	1,755	1,886
관계기업투자등	607	711	950	785	917
유형자산	627	609	771	759	759
무형자산	151	211	211	211	211
<b>자산총계</b>	<b>3,510</b>	<b>3,738</b>	<b>3,759</b>	<b>3,926</b>	<b>4,057</b>
<b>유동부채</b>	1,500	1,659	1,606	1,561	1,497
매입채무 및 기타채무	268	338	353	352	326
단기금융부채	316	616	560	510	463
기타유동부채	916	705	693	700	707
<b>비유동부채</b>	553	473	477	481	485
장기금융부채	8	19	20	20	20
기타비유동부채	545	453	457	461	465
<b>부채총계</b>	<b>2,053</b>	<b>2,132</b>	<b>2,083</b>	<b>2,042</b>	<b>1,981</b>
<b>지배주주지분</b>	1,240	1,397	1,458	1,638	1,806
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	391	391	391	391	391
이익잉여금	833	994	1,272	1,480	1,673
<b>비지배주주지분(연결)</b>	217	209	218	245	270
<b>자본총계</b>	<b>1,457</b>	<b>1,606</b>	<b>1,676</b>	<b>1,884</b>	<b>2,076</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	224	429	-44	368	242
당기순이익(손실)	111	205	279	208	193
비현금수익비용가감	105	60	56	61	61
유형자산감가상각비	41	42	41	46	46
무형자산상각비	7	10	10	10	10
기타현금수익비용	58	8	5	5	5
영업활동 자산부채변동	8	164	-379	100	-11
매출채권 감소(증가)	64	-53	-75	40	-20
재고자산 감소(증가)	-54	291	-155	191	115
매입채무 증가(감소)	-8	61	-15	1	26
기타자산, 부채변동	6	-136	-134	-133	-132
<b>투자활동 현금흐름</b>	-79	-325	-191	-142	-152
유형자산처분(취득)	1	14	-51	-46	-42
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-36	-77	-77	-55	-50
기타투자활동	-43	-263	-63	-41	-60
<b>재무활동 현금흐름</b>	-199	-22	-45	-111	-169
차입금의 증가(감소)	613	941	-48	-43	-38
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-30	-37	0	0	0
기타재무활동	-782	-926	3	-68	-130
<b>현금의 증가</b>	<b>-54</b>	<b>81</b>	<b>-280</b>	<b>115</b>	<b>-78</b>
기초현금	384	331	412	132	247
기말현금	331	412	132	247	168

주: IFRS 연결 기준

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	1,608	2,278	2,063	2,024	1,873
매출원가	1,149	1,736	1,610	1,605	1,488
<b>매출총이익</b>	<b>459</b>	<b>542</b>	<b>452</b>	<b>419</b>	<b>385</b>
판매비 및 관리비	148	197	152	161	163
<b>영업이익</b>	<b>311</b>	<b>345</b>	<b>300</b>	<b>258</b>	<b>222</b>
(EBITDA)	358	397	351	313	277
금융손익	-67	-49	-49	-49	-49
이자비용	76	68	77	77	78
관계기업등 투자손익	57	39	39	39	39
기타영업외손익	-133	-50	71	25	41
<b>세전계속사업이익</b>	<b>168</b>	<b>286</b>	<b>362</b>	<b>273</b>	<b>254</b>
계속사업법인세비용	57	81	83	66	61
계속사업이익	111	205	279	208	193
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>111</b>	<b>205</b>	<b>279</b>	<b>208</b>	<b>193</b>
지배주주	105	196	265	197	183
<b>총포괄이익</b>	<b>95</b>	<b>213</b>	<b>281</b>	<b>211</b>	<b>196</b>
매출총이익률 (%)	28.5	23.8	21.9	20.7	20.6
영업이익률 (%)	19.3	15.1	14.6	12.8	11.8
EBITDA 마진률 (%)	22.3	17.4	17.0	15.5	14.8
당기순이익률 (%)	6.9	9.0	13.5	10.3	10.3
ROA (%)	3.1	5.7	7.4	5.4	4.8
ROE (%)	9.2	15.5	19.5	13.4	11.2
ROIC (%)	13.3	12.5	8.8	7.5	5.6

### 주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	13.0	4.5	4.2	5.7	6.1
P/B	1.1	0.6	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.0	3.6	5.6	5.9	7.0
P/CF	6.3	3.3	3.3	4.2	4.4
배당수익률 (%)	2.7	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	34.0	41.7	-9.5	-1.9	-7.4
영업이익	48.7	11.0	-12.9	-14.1	-14.0
세전이익	7.1	70.6	26.6	-24.6	-7.2
당기순이익	-21.8	85.1	36.1	-25.5	-7.2
EPS	-15.5	86.4	35.4	-25.5	-7.2
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	140.9	132.7	124.3	108.4	95.4
유동비율	141.7	133.1	113.8	139.0	145.1
순차입금/자기자본(x)	28.5	33.7	49.6	38.6	39.2
영업이익/금융비용(x)	4.1	5.1	3.9	3.3	2.8
총차입금 (십억원)	746	953	963	973	983
순차입금 (십억원)	415	541	831	727	815
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	3,398	6,334	8,576	6,385	5,926
BPS	40,141	45,221	47,185	53,031	58,457
CFPS	6,995	8,571	10,847	8,687	8,201
DPS	1,200	0	0	0	0

아이에스동서 목표주가 추이		투자 의견 변동내역																																																							
				<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">일시</th> <th rowspan="2">투자 의견</th> <th rowspan="2">목표 가격</th> <th colspan="3">과리율(%)</th> </tr> <tr> <th>최고 대비</th> <th>최저 대비</th> <th>평균 대비</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2020.03.16</td> <td>변경</td> <td>김세련</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>2020.11.23</td> <td>Buy</td> <td>60,000</td> <td>-1.8</td> <td>-13.7</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2021.02.10</td> <td>Buy</td> <td>74,000</td> <td>-7.7</td> <td>-29.0</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2022.02.11</td> <td>Buy</td> <td>74,000</td> <td>-19.6</td> <td>-36.4</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2022.09.08</td> <td>Buy</td> <td>55,000</td> <td>-15.2</td> <td>-41.0</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2023.02.20</td> <td>Buy</td> <td>65,000</td> <td>-27.2</td> <td>-37.0</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2023.05.16</td> <td>Buy</td> <td>55,000</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			최고 대비	최저 대비	평균 대비	2020.03.16	변경	김세련				2020.11.23	Buy	60,000	-1.8	-13.7		2021.02.10	Buy	74,000	-7.7	-29.0		2022.02.11	Buy	74,000	-19.6	-36.4		2022.09.08	Buy	55,000	-15.2	-41.0		2023.02.20	Buy	65,000	-27.2	-37.0		2023.05.16	Buy	55,000			
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)																																																					
최고 대비				최저 대비	평균 대비																																																				
2020.03.16	변경	김세련																																																							
2020.11.23	Buy	60,000	-1.8	-13.7																																																					
2021.02.10	Buy	74,000	-7.7	-29.0																																																					
2022.02.11	Buy	74,000	-19.6	-36.4																																																					
2022.09.08	Buy	55,000	-15.2	-41.0																																																					
2023.02.20	Buy	65,000	-27.2	-37.0																																																					
2023.05.16	Buy	55,000																																																							
			<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">일시</th> <th rowspan="2">투자 의견</th> <th rowspan="2">목표 가격</th> <th colspan="3">과리율(%)</th> </tr> <tr> <th>최고 대비</th> <th>최저 대비</th> <th>평균 대비</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			최고 대비	최저 대비	평균 대비																																											
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)																																																						
			최고 대비	최저 대비	평균 대비																																																				

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김세련).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	91.3% 8.7%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
				100.0%	투자 의견 비율은 2022. 4. 1 ~ 2023. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)